



# 下游减缓对公司带来部分冲击

## ——大冶特钢（000708）2011年半年报点评

2011年8月18日

推荐/维持

大冶特钢

财报点评

孙继青

钢铁行业分析师

执业证书编号：S1480510120007

sunjq@dxzq.net.cn 010-66554023

### 事件：

大冶特钢2011年上半年总收入45.38亿元，同比增加17.74%，营业利润3.54亿元，同比增加8.09%，归属于上市公司股东的净利润为3.18亿元，每股EPS为0.71元。每股净资产为5.86元。

### 公司分季度财务指标

| 指标         | 09Q3    | 09Q4     | 10Q1    | 10Q2    | 10Q3    | 10Q4    | 11Q1    | 11Q2    |
|------------|---------|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元）  | 1588.90 | 1507.10  | 1810.91 | 2043.86 | 2013.66 | 2024.59 | 2264.22 | 2274.44 |
| 增长率（%）     | -24.40% | 33.72%   | 58.93%  | 54.17%  | 26.73%  | 34.34%  | 25.03%  | 11.28%  |
| 毛利率（%）     | 8.92%   | 8.94%    | 12.67%  | 12.01%  | 8.87%   | 7.63%   | 10.98%  | 10.19%  |
| 期间费用率（%）   | 2.39%   | 1.94%    | 3.83%   | 3.81%   | 2.20%   | 0.24%   | 2.95%   | 2.52%   |
| 营业利润率（%）   | 6.60%   | 9.68%    | 8.84%   | 8.20%   | 6.67%   | 7.51%   | 8.02%   | 7.58%   |
| 净利润（百万元）   | 92.14   | 128.62   | 144.17  | 149.04  | 121.70  | 146.97  | 159.55  | 158.18  |
| 增长率（%）     | 9.55%   | -238.77% | 374.53% | 82.55%  | 32.07%  | 14.26%  | 10.67%  | 6.13%   |
| 每股盈利(季度,元) | 0.205   | 0.286    | 0.321   | 0.332   | 0.271   | 0.327   | 0.355   | 0.352   |
| 资产负债率（%）   | 45.70%  | 45.96%   | 45.89%  | 44.14%  | 42.45%  | 44.04%  | 45.62%  | 44.48%  |
| 净资产收益率（%）  | 4.81%   | 6.29%    | 6.59%   | 6.56%   | 5.09%   | 5.79%   | 5.91%   | 6.01%   |
| 总资产收益率（%）  | 2.61%   | 3.40%    | 3.56%   | 3.67%   | 2.93%   | 3.24%   | 3.22%   | 3.34%   |

### 评论：

#### 积极因素：

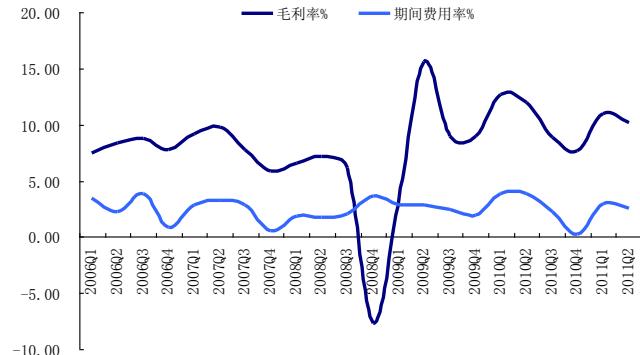
- **产量小幅增长**。钢、钢材生产量分别为66.96万吨、66.91万吨，分别同比增长4.79%、0.24%；公司收入的增长主要来自于钢材价格的上涨。
- **出口增加**。抓住国际市场需求较旺的契机，出口钢材12.43万吨，同比增长55%；实现创汇额1.19亿美元，同比增长104%；出口高效合金钢、轴承钢分别同比增长6.6倍、34%，出口欧美市场钢材同比增长8.5倍，实现出口钢材量价齐升、产品结构和区域分布明显改善的良好预期。
- **高端装备**。公司抓住我国高端装备制造升级时机，锅炉行业和造船行业收入分别同比增加68.1%和165%。
- **报告期实施的重点工程和配套技改共17项**，完成投资21,377万元，完工11项，创效547.31万元。
- **公司期间费用率下降**，期间费用率下降0.42个百分点至2.52%。

图 1: 季度利润情况



资料来源：公司公告，东兴证券整理

图 2: 单季度三项费率及毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券整理

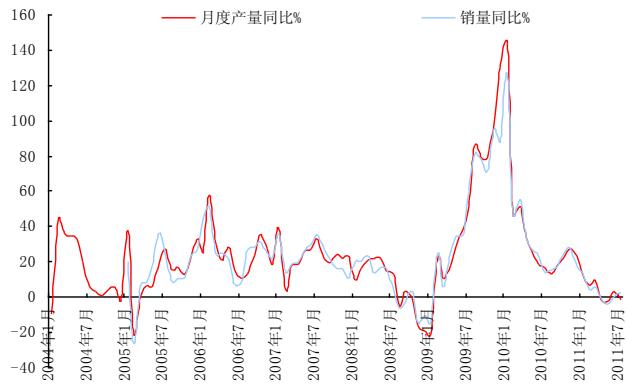
### 消极因素：

- 今年上半年毛利率为10.65%，较上年同期下降2.62个百分点。1、2季度毛利率分别为10.98%和10.19%，主要原因是钢材产品成本上升所致。由于毛利率下降使得公司营业利润率由8.02%下降7.58%。
- 从公司近两年的情况来看，营业收入的增速显著下滑，增速由去年最高的58.93%下降到今年二季度的11.28%，而净利润增速持续下滑至6.13%。
- 公司财务费用一季度为160万元，而二季度增加到885万元，是近几年财务费用最高的一个季度，我们认为是融资成本增加影响。从近期投资项目来看，大部分超出了原来计划投资额，我们认为是由于近两年成本价格大幅上涨的影响。
- 由于公司下游行业汽车、铁路行业景气度下降，汽车消费下滑，铁路投资下降。公司产品汽车行业收入下降0.54%，铁路轴承收入下降11.29%，同时毛利率也分别下降3.51%和4.89%。公司需开拓别的市场需求。

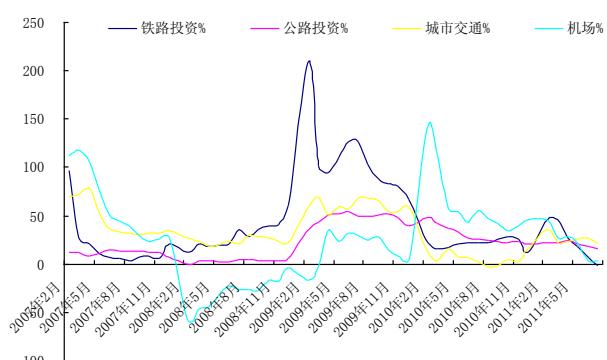
表 1 主营业务收入分行业情况（亿元）

| 分行业或分产品  | 营业收入    | 营业成本    | 毛利率（%） | 营业收入比上年增减（%） | 营业成本比上年增减（%） | 毛利率变化 |
|----------|---------|---------|--------|--------------|--------------|-------|
| 汽车行业     | 113,612 | 99,344  | 12.56  | -0.54        | 3.62         | -3.51 |
| 铁路轴承行业   | 46,956  | 41,270  | 12.11  | -11.29       | -6.07        | -4.89 |
| 锅炉及机械制造业 | 81,424  | 78,166  | 4.00   | 68.10        | 72.56        | -2.48 |
| 钢压延加工业   | 177,264 | 156,071 | 11.96  | 28.41        | 28.31        | 0.07  |
| 船舶行业     | 5,179   | 4,363   | 15.76  | 165.05       | 161.26       | 1.23  |
| 产品       |         |         |        |              |              |       |
| 轴承钢      | 48,689  | 42,623  | 12.46  | -11.63       | -5.97        | -5.27 |
| 弹簧合结合工钢  | 310,411 | 277,556 | 10.58  | 27.09        | 30.04        | -2.03 |
| 冲模不锈     | 12,006  | 12,085  | -0.66  | 18.66        | 29.95        | -8.74 |
| 碳结碳工钢    | 53,329  | 46,950  | 11.96  | 15.56        | 16.32        | -0.58 |

资料来源：公司公告

**图 3: 汽车产销增速低迷**


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

**图 4: 铁路投资增速下降**


资料来源：国家统计局，东兴证券研究所

### 业务展望：

特钢行业仍处于相对景气时期。钢铁行业经历大规模发展之后，将逐步迎来需求峰值，但随着工业化和装备自主化的进程，在我国强国之路上，特钢行业将迎来重大发展良机，特钢主要用在汽车、机械、铁路、造船等主要领域，目前我国特钢仅占国内钢产量的不足10%，而发达国家特钢占产量的20%以上。特钢在普钢消费达到峰值之后也会继续保持增长。公司的产品主要用在下游高端装备制造领域，主要包括机械、铁路、汽车、航空航天、船舶等制造业。

继续推进新产品开发，全面推进核电用钢、叶片钢、调质棒材、环件等产品的开发，开发新产品15万吨。新生产线的投产基本到位。1) **真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目**。该项目的真空感应炉、真空自耗炉，已进行设备调试、试生产，开展品种论证工作；20MN快锻液压机今年以来生产模具钢、轴承钢、合金钢等锻材9,188吨，质量符合要求；2.5M辗环机已生产环件692吨，用于机械行业；5M辗环机完成安装，开始轧制环件。该项目创效305.32万元。2) **特殊钢锻造工程项目**。16MN精锻机安装基本完成，下半年进行调试；45MN快锻液压机已于2011年5月8日试生产，已产锻材433吨。

经营计划：2011年钢产量127万吨，钢材产量 140万吨，钢材销售量 140万吨，实现营业收入90亿元。今年上半年公司实现营业收入 45.39 亿元，完成年度计划的50.43%。

**表 2 公司技改项目及效益情况**

| 项目名称              | 项目金额  | 累计投资  | 项目进度                      |
|-------------------|-------|-------|---------------------------|
| 真空特殊冶炼、锻造、辗环生产线项目 | 16600 | 17019 | 已投产。                      |
| 特殊钢锻造工程项目         | 49800 | 50278 | 预计 2011 年 6 月完工。          |
| 新建两台 5T 保护气氛电渣炉项目 | 1000  | 1200  | 2011 年 5 月投产。             |
| 一轧和锻钢节水改造工程       | 2100  | 2080  | 2011 年 4 月完工。             |
| 1#连铸机改圆坯专用连铸机项目   | 1400  | -     | 预计 2011 年 8 月完成。          |
| 再建两台 5T 保护气氛电渣炉项目 | 1900  | 1900  | 2011 年 2 月开工，6 月完工        |
| 一轧大棒材精整项目         | 4900  | -     | 2011 年 2 月开工，2012 年 6 月完工 |

资料来源：公司公告

## 盈利预测

新投产项目已投产，产量继续增加，钢材价格上涨加上公司高端产品继续提升，预计收入增长 13%左右，由于铁路汽车行业低迷，使得公司毛利率下降，我们预计原有产能基本保持 10 年盈利，而新投产产能带来 3000-4000 万利润，预计每股收益 1.33 元，12 年 eps 为 1.39 元。

## 投资建议：

按8月17日收盘价格13.90计算，11年估值水平PE为10倍，从我们3月2日下调评级以来，跌幅22%，鉴于公司定位于高端产品，具有较高的盈利稳定性，仍看好公司的盈利，但公司11年利润增速将显著放缓，但估值便宜，维持公司推荐评级。

**表 3：公司财务预测**

|              | 2009A    | 2010A    | 2011E    | 2012E    |
|--------------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入 (百万元)   | 5,561.18 | 7,893.02 | 8,901.29 | 9,243.87 |
| 主营收入增长率      | -25.87%  | 41.93%   | 12.77%   | 3.85%    |
| EBITDA (百万元) | 533.86   | 774.54   | 823.78   | 888.25   |
| EBITDA 增长率   | 96.96%   | 45.08%   | 6.36%    | 7.83%    |
| 净利润 (百万元)    | 332.79   | 561.88   | 595.15   | 625.66   |
| 净利润增长率       | 65.67%   | 68.84%   | 5.92%    | 5.13%    |
| ROE          | 16.28%   | 22.13%   | 20.98%   | 19.87%   |
| EPS (元)      | 0.74     | 1.25     | 1.32     | 1.39     |
| P/E          | 18.76    | 11.12    | 10.50    | 9.98     |
| P/B          | 3.06     | 2.46     | 2.20     | 1.98     |

资料来源：东兴证券

风险提示：1) 盈利处于相对高位，如果铁矿石价格大幅上涨，盈利可能不及预期；2) 经济发展减速，盈利下降

## 分析师简介

### 孙继青

毕业于北京科技大学钢铁冶金专业，硕士学位，2004-2007 年在冶金工业信息标准研究院从事钢铁技术与市场研究 3 年，熟悉钢铁生产工艺流程，对行业有深刻理解，2007 年加盟东兴证券研究所，从事钢铁行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分

析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐： 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。